



레드캡투어 (038390)

Not Rated

여행/레저

현재주가 (4월 18일) 14,100 원

Analyst

성준원

☎ 02) 3772-1538

✉ jwsung79@shinhan.com

공영규

☎ 02) 3772-1527

✉ jxlove1983@shinhan.com

KOSPI	2,004.53p
KOSDAQ	503.63p
시가총액	121.1 십억원
액면가	500 원
발행주식수	8.6 백만주
유통주식수	2.7 백만주(32.0%)
52 주 최고가/최저가	17,450 원/12,500 원
일평균 거래량 (60 일)	20,591 주
일평균 거래액 (60 일)	314 백만원
외국인 지분율 :	11.99%
주요주주	법한판토스 외 4 인 67.18%
	Kind Express Limited 10.48%
절대수익률	3개월 12.4%
	6개월 -2.1%
	12개월 -7.8%
KOSDAQ 대비	3개월 14.5%
상대수익률	6개월 -6.0%
	12개월 -3.3%

장기 성장성과 밸류에이션 매력 견비

렌터카와 여행업의 완벽한 조합

레드캡투어의 주요 사업은 렌터카, 상용여행, 패키지여행으로 구성되어 있다. 동사의 렌터카와 여행부문의 영업이익 비중은 6:4 정도 된다. 렌터카사업은 매년 대량으로 차량구매를 하기 때문에 상당한 CAPEX를 필요로 한다. 반면 여행업은 안정적인 현금흐름을 유지하며 CAPEX 부담이 거의 없다. 이익 창출의 시너지 효과가 크다.

2013년부터 고성장 기대

2012년 매출액은 1,588억원(+14.3% YoY), 영업이익은 276억원(-6% YoY)을 예상된다. K-IFRS 회계추정의 변경효과를 제외할 경우 영업이익은 211억원(+11.2% YoY) 수준이다. 2013년 매출액은 2,095억원(+31.9% YoY), 영업이익은 386억원(+39.9% YoY)으로 큰 폭의 실적 개선이 가능할 전망이다. 중고차 매각수입이 127% 증가하고 상용 및 패키지여행사업의 실적 개선도 가시화 되기 때문이다.

렌터카와 여행업 모두 저평가 되어 있다

렌터카 1,2위 업체인 KT렌탈과 AJ렌터카가 2012년 하반기 유가증권시장 상장을 계획하고 있다. PER 13~15배 수준의 Band가 예상된다. 하나투어와 모두투어의 주가는 PER 13~18배 수준에서 형성되고 있다. 레드캡투어의 현재주가는 2012년 예상 PER 기준 7배 수준이다. 동종 업체의 밸류에이션과 향후 성장성을 감안하면 동사의 현재주가는 저평가된 수준이다. 적정 주가 수준은 최소 PER 11~13배 사이로 판단된다.

12월 결산	2009	2010	2011	2012F	2013F
매출액 (십억원)	83.1	117.6	138.9	158.8	209.5
영업이익 (십억원)	8.9	18.9	29.3	27.6	38.6
순이익 (십억원)	7	8.9	19.3	16.7	23.9
EPS (원)	613	1,055	2,246	1,956	2,809
BPS (원)	8,347	9,188	11,084	12,644	14,751
영업이익률 (%)	10.7	16.1	21.1	17.4	18.4
순이익률 (%)	8.4	7.5	13.9	10.5	11.4
ROE (%)	10.9	12.9	24.5	17.5	22.2
PER (x)	12.8	10.4	6.3	7.2	5.0
PBR (x)	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	2	2.2	2.5	2.5	2.3

주: 2010년부터 K-IFRS 기준

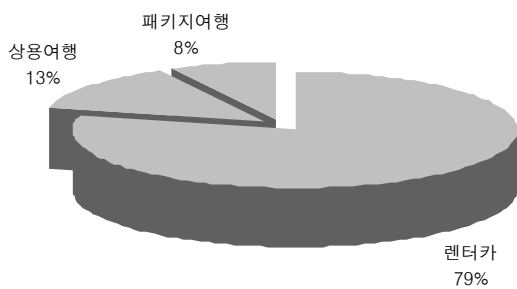
Investment Points: 성장성은 크지만 주가는 싸다

1) 영업이익 기준 렌터카와 여행사업 비중 6:4 정도

렌터카와 여행의 영업이익 비중은 6:4

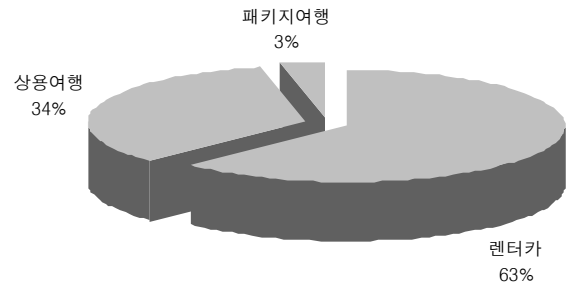
레드캡투어의 주요사업은 렌터카, 상용여행, 패키지여행으로 구성되어 있다. 2011년 기준 전체 매출에서 렌터카사업이 차지하는 비중은 80% 수준이다. 2011년 영업이익 기준으로 보면 회계 추정의 변경효과를 제외할 경우 렌터카 사업과 여행 사업이 약 6:4 정도의 비율로 나뉘어져 있다. 여행사업은 경기회복과 출국자수요 증가에 힘입어 2012년부터 견조한 성장세가 예상된다. 렌터카사업은 2013년부터 중고차 매각이익이 급증할 전망이다.

매출 구성(2011년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

영업이익 구성(2011년 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: K-IFRS 감가상각비 회계추정의 변경효과 제외

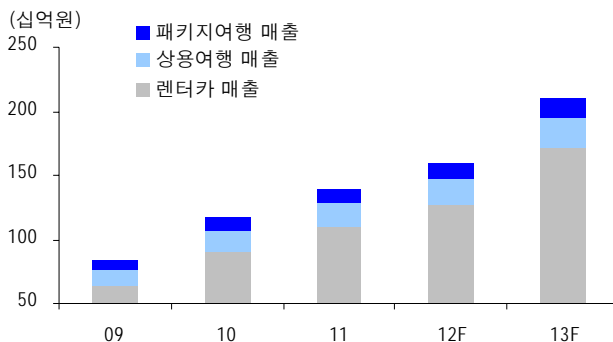
2) 2013년부터 고성장 기대: 순이익 239억원(+43.6% YoY) 전망

2013년 고성장 기대: 영업이익 386억원(+39.9% YoY), 순이익 239억원(+43.6% YoY) 전망

레드캡투어는 2011년 매출액 1,389억원(+18% YoY), 영업이익 293억원(+87.4% YoY), 순이익 191억원(+107% YoY)을 기록했다. 2012년에는 매출액 1,588억원(+14.3% YoY), 영업이익 276억원(-6.0% YoY), 순이익 167억원(-13.6% YoY)을 기록할 전망이다. 매출액은 증가하지만 영업이익과 순이익이 감소하는 이유는, 2011년부터 K-IFRS를 적용하면서 감가상각비 관련 회계추정이 변경되었기 때문이다. 회계추정의 변경효과를 제외할 경우 2012년 영업이익은 211억원(+11.2% YoY), 순이익은 102억원(+14.3% YoY)으로 전년 대비 증가한다.

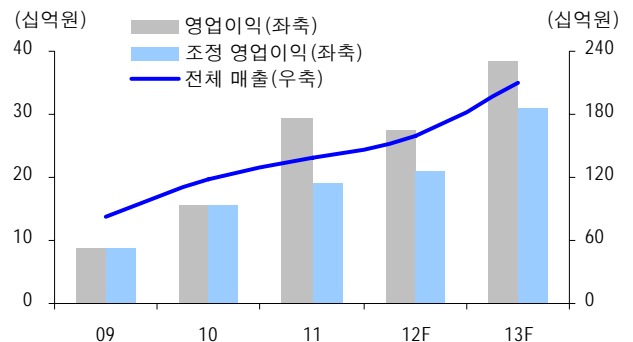
2013년부터 차량의 교체주기가 도래함에 따라 중고차 매각수익이 2배 이상 급증하며 실적개선을 이끌 전망이다. 2013년 매출액은 2,095억원(+31.9% YoY), 영업이익은 386억원(+39.9% YoY), 순이익은 239억원(+43.6% YoY)으로 예상된다.

사업부별 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

매출액 vs. 영업이익 vs. 조정 영업이익 추이



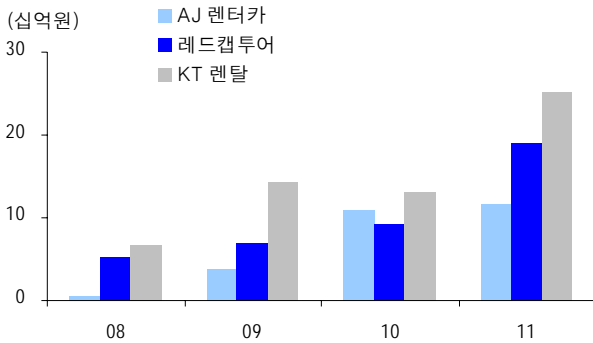
자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 조정 영업이익은 K-IFRS 감가상각비 회계추정의 변경효과 제외

3) 경쟁사 대비 저평가된 가치주

순이익 기준으로 보면
렌터카와 여행업 모두 M/S 2위
업체보다 높음

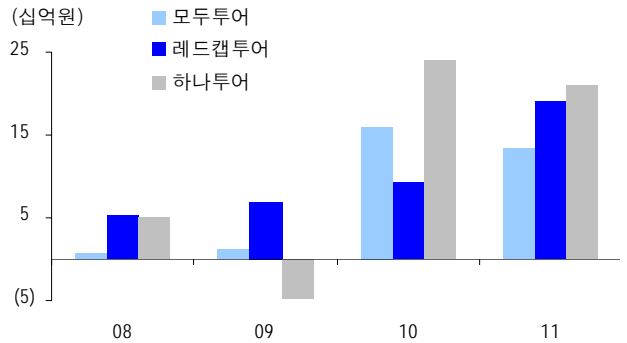
레드캡투어의 M/S는 렌터카시장에서 5위, 여행시장에서 11위 수준이다. 하지만 2011년 순이익 기준으로 비교해보면, 렌터카업에서는 M/S 2위인 AJ렌터카 대비 높고, 여행업에서도 M/S 2위인 모두투어 대비 높다. 동사는 2011년 순이익 191억원(+107% YoY)을 기록했다. KT렌탈은 253억원(+94% YoY), AJ렌터카는 117억원(+6.7% YoY) 수준이었다. 하나투어와 모두투어는 각각 211억원(-12.8% YoY), 133억원(-16.8% YoY)을 기록했다. 여행업 M/S 1,2 위인 하나투어와 모두투어의 경우 현재주가 기준 2012년 PER은 각각 13배, 18배 수준이다. 레드캡투어의 현재주가는 2012년 PER 7배에 불과하다.

KT렌탈, AJ렌터카 vs. 레드캡투어 순이익 비교



자료: 회사 자료, 신한금융투자

하나투어, 모두투어 vs. 레드캡투어 순이익 비교



자료: 회사 자료, 신한금융투자

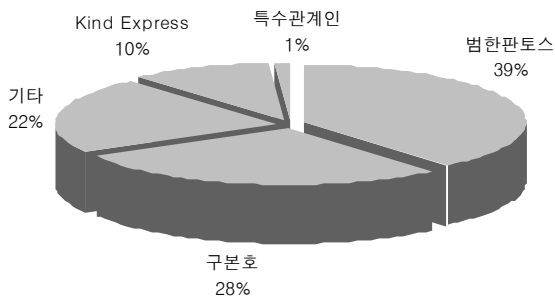
4) 지배구조 관련 리스크 해소

대법원의 최종 판결로 대주주
리스크 해소

레드캡투어의 주가가 이처럼 저평가를 받는 이유로는 지배구조 리스크를 들 수 있다. 대주주인 구본호씨가 주가조작 혐의로 재판을 받아왔다. 1심에서 징역 3년에 벌금 172억원, 2심에서 징역 2년 6개월에 벌금 86억원을 선고 받았다. 2012년 3월 대법원의 최종선고에서 벌금없이 집행유예와 사회봉사 명령으로 형이 확정되었다. 대주주 관련 리스크는 해소되었다고 판단된다.

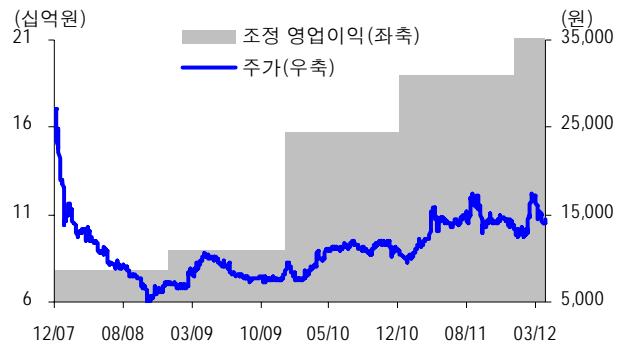
레드캡투어는 대주주 구본호씨가 27.9%, 범한판토스가 38.9%의 지분을 소유하고 있다. 동사의 LG/GS/LS 계열사들에 대한 의존도는 30% 수준이다. 향후에도 계열사들의 성장과 동반하여 레드캡투어도 안정적인 성장세를 이어갈 수 있을 전망이다. 그동안 회사의 펀더멘탈 개선이 지속됨에도 불구하고 주가는 저평가된 상태였다. 향후에는 그동안 주가를 억누르던 리스크가 해소됨에 따라 시장에서 동사의 가치가 재평가 받을 가능성이 높다.

주주구성



자료: 회사 자료, 신한금융투자

조정 영업이익 vs. 주가 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: K-IFRS 감가상각비 회계추정 변경효과 제외

적정 PER 11~13배 수준(주가 기준 22,000~26,000원)

한국 렌터카시장은
2006년에서 2011년까지
72.6% 성장

미국의 렌터카시장은 성장이 정체되었다. 차량 등록대수 기준으로 보면 2006년에서 2011년까지 4.6% 성장하는데 그쳤다. 반면, 동일기간 한국의 렌터카시장은 72.6% 성장했다. 미국의 주요 렌터카업체인 Hertz Global, Dollar Thrifty, Avis Budget의 평균 PER은 12배 수준이다. 국내 상위업체인 KT렌탈과 AJ렌터카가 2012년 하반기 유가증권시장 상장을 계획하고 있다. 대략 13~15배 수준의 공모가 Band가 예상된다.

11배 ~ 13배 사이의 PER 적용
가능, 주가 기준 22,000원
~26,000원

레드캡투어의 현재주가는 2012년 PER 7배 수준이다. 2011년 KT렌탈과 AJ렌터카의 ROE는 10% 수준인 반면 동사의 ROE는 20%를 상회했다. 하반기 상위 렌터카업체들이 상장할 경우 동사의 가치는 재평가 될 가능성이 높다. 국내 1,2위 여행업체인 하나투어와 모두투어의 주가는 현재 PER 13~18배 수준에서 거래되고 있다. 국내 여행주와 비교해도 동사의 현재 주가수준은 상당히 저평가된 상태로 판단된다.

현재 상장된 국내의 렌탈업체들의 평균 PER은 11.5배 수준이다. 하나투어와 모두투어의 평균 PER 15배를 20% 할인하면 12배이다. 사업 비중을 고려한 가중치 6:4를 적용하면 PER 11.7배가 계산된다. 동종업체의 밸류에이션과 향후 성장성을 감안하면 현재 PER 7배 수준의 주가는 저평가 되어 있는 상태이다. 최소 11배에서 13배 사이의 PER 적용도 가능하다고 판단한다. 주가로 보면 22,000원에서 26,000원이다.

KT렌탈과 AJ렌터카가 상장할 경우 공모가는 PER 13~15배 수준이 예상된다. 동사는 비록 렌터카시장에서 점유율 5위지만, 수익성 및 재무건전성 측면에서 KT렌탈과 AJ렌터카를 월등히 앞선다. 경쟁사대비 저평가 받을 이유는 크지 않다.

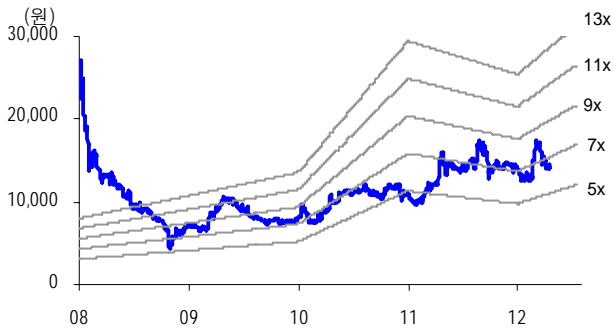
동종 업계 비교 Valuation					
		PER		PBR	
		2011	2012F	2011	2012F
렌탈	Hertz	11.9	9.9	2.2	2.0
	Dollar	15.4	15.0	3.4	3.2
	Avis	7.9	7.0	2.7	2.5
	United Rental	15.8	13.1	18.0	9.3
	웅진코웨이	16.4	12.5	3.8	3.2
	평균	13.5	11.5	6.0	4.0
여행	하나투어	20.6	17.7	3.4	3.7
	모두투어	14.6	12.0	2.8	2.8
	평균	17.6	14.9	3.1	3.3
	레드캡투어	7.0	7.2	1.4	1.2

자료: Bloomberg 컨센서스, 신한금융투자

레드캡투어 적정주가 Band Range				
(x)	동종업계 평균 PER	가중치(%)	Discount(%)	적용 PER
렌탈	11.5	60		6.9 (A)
여행	14.9	40	20	4.8 (B)
합계				11.7 (A+B)
적정 PER Band Range	11~13			

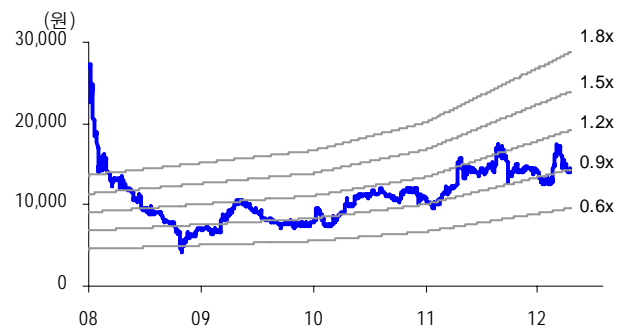
자료: 신한금융투자

레드캡투어 PER 밴드



자료: 신한금융투자

레드캡투어 PBR 밴드



자료: 신한금융투자

Global Peers (여행업, 렌탈업체)

Ticker		038390 KS	039130 KS	080160 KS	HTZ US	DTG US	CAR US	URI US
		레드캡투어	하나투어	모두투어	Hertz Global	Dollar Thrifty	Avis Budget	United Rental
시가총액(십억원)		121.1	533.8	271.3	6,976.1	2,541.2	1,519.4	2,924.5
Sales	2011	138.9	226.1	122.4	9,193.1	1,715.9	6,536.1	2,892.5
(십억원)	2012F	158.8	262.5	146.8	10,075.9	1,801.0	8,302.9	3,359.9
	2013F	209.5	303.8	178.1	10,737.2	1,872.7	8,567.9	3,671.3
OP	2011	29.3	22.1	17.0	1,197.5	371.6	887.4	480.8
(십억원)	2012F	27.6	33.9	24.5	1,475.9	318.1	1,734.9	673.5
	2013F	38.6	46.0	30.7	1,679.5	320.9	1,853.4	807.6
OP margin	2011	21.1	9.8	13.9	13.0	21.7	13.6	16.6
(%)	2012F	17.4	12.9	16.7	14.6	17.7	20.9	20.0
	2013F	18.4	15.1	17.2	15.6	17.1	21.6	22.0
NP	2011	19.3	19.3	13.9	195.2	176.8	(32.1)	111.9
(십억원)	2012F	16.7	28.1	20.6	620.6	162.1	217.9	261.1
	2013F	23.9	37.7	26.1	746.8	162.2	248.2	341.8
NP margin	2011	13.9	8.5	11.4	2.1	10.3	(0.5)	3.9
(%)	2012F	10.5	10.7	14.0	6.2	9.0	2.6	7.8
	2013F	11.4	12.4	14.7	7.0	8.7	2.9	9.3
EPS Growth	2011	117.5	(20.0)	(13.3)	T/B	15.2	T/B	T/B
(%YoY)	2012F	(13.6)	45.5	48.5	201.4	T/B	T/B	97.7
	2013F	43.6	34.1	26.4	19.9	2.4	12.6	34.6
P/E	2011	6.3	20.6	14.6	14.5	13.7	5.5	15.8
(x)	2012F	7.2	17.7	12.0	11.9	15.4	7.9	13.1
	2013F	5.0	13.2	9.5	9.9	15.1	7.1	9.7
P/B	2011	1.3	3.4	2.8	2.2	3.4	2.7	18.0
(x)	2012F	1.1	3.7	2.8	N/A	N/A	N/A	9.3
	2013F	1.0	3.0	2.4	N/A	N/A	N/A	4.8
EV/EBITDA	2011	2.5	10.6	5.9	4.9	4.4	4.1	5.2
(x)	2012F	2.5	9.5	5.5	10.6	11.1	14.5	5.0
	2013F	2.3	6.6	3.6	9.7	11.1	13.5	4.4
ROE	2011	24.2	17.1	20.4	8.1	27.8	(7.1)	N/A
(%)	2012F	17.5	22.2	25.9	N/A	27.1	27.7	107.9
	2013F	22.2	25.2	27.3	N/A	N/A	N/A	59.7

자료: Bloomberg Consensus

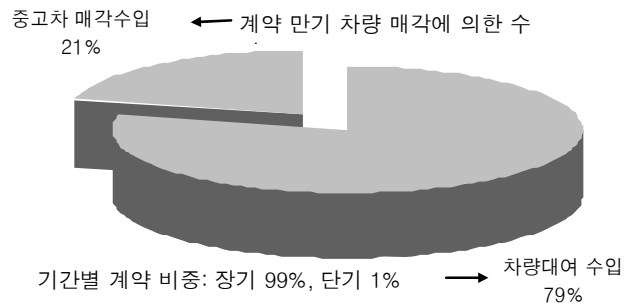
렌터카사업을 통해 장기성장성 확보

매출 기준: 차량 대여 79%,
중고차 매각 21%

1) 매출 기준으로 차량 대여 79%, 중고차 매각 21%

렌터카사업의 매출은 차량 대여수입과 중고차 매각수입으로 구성된다. 3년단위의 장기 법인 B2B(Business To Business) 렌터카 계약이 대부분이다. 차량구매 후 3년 동안 렌트요금을 받고, 3년 후 중고차량을 회수 및 처분하여 수익을 인식한다. 2011년 매출 기준 비중으로 보면 차량 대여수입이 약 79%, 중고차 매각수입이 21%를 차지하고 있다. 하지만, 매출에서 원가를 차감한 매출총이익 기준으로 보면 중고차 매각이익이 약 29%를 차지한다.

렌터카 사업 매출 구조



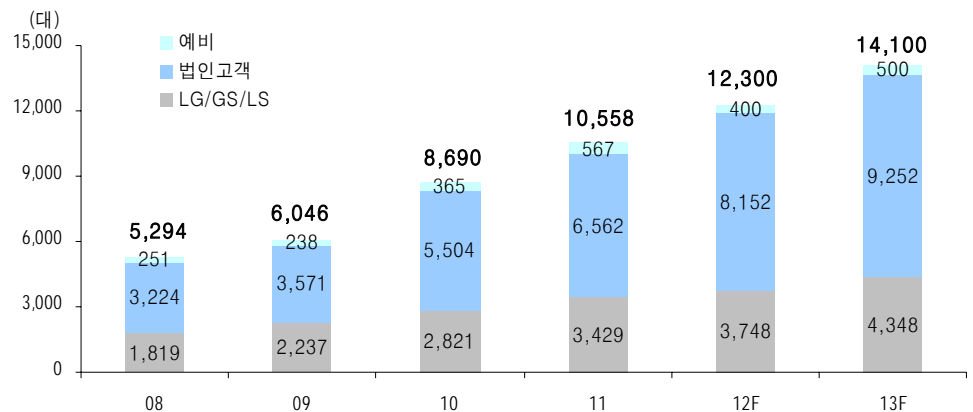
자료: 회사 자료, 신한금융투자

계열사 매출 비중 32% 수준,
2013년 중고차 매각대수 2배
이상 급증 전망

2) 2011년 전체 차량 대여수입에서 계열사 비중은 32% 수준

차량 대여수입은 법인고객 중심으로 매년 안정적으로 성장하고 있다. 2011년 기준 계열사 매출 비중은 32% 수준이다. 중고차 매각수입은 다소 불규칙적이지만 수익성 개선의 폭이 상대적으로 크다. 따라서 중고차 매각이 많으면 동사의 실적이 개선되는 효과가 발생하게 된다. 2013년부터 차량의 교체주기가 도래함에 따라 중고차 매각대수가 2배 이상 급증할 전망이다. 렌터카 사업부분의 실적개선이 예상된다.

차량 보유대수 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

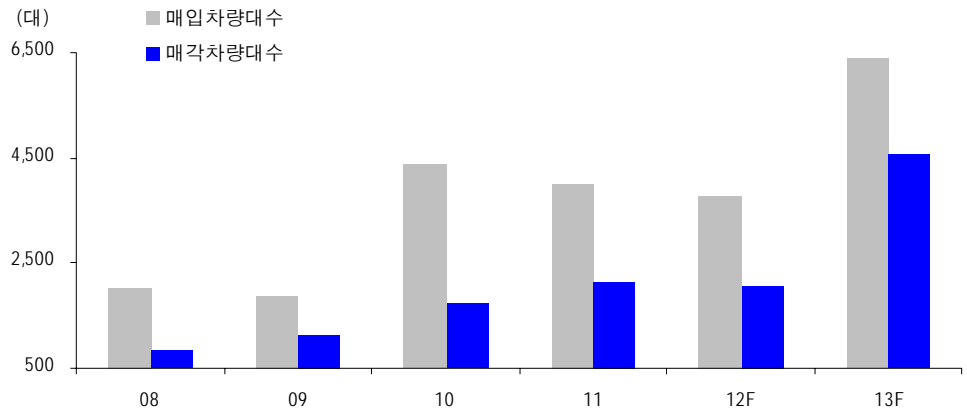
중고차 매각수입: 2012년 234억원(+2% YoY), 2013년 532억원(+128% YoY) 예상

3) 2013년 중고차 매각수입 532억원(+128% YoY) 전망

2012년에는 약 2,050대(-4% YoY)의 중고차 매각이 예상된다. 2012년 중고차 매각수입은 234억원(+2% YoY), 매각이익은 52억원(-37.9% YoY)을 기록할 전망이다. 중고차 매각이익이 감소하는 이유는, 2011년 K-IFRS 도입 후 감가상각비 회계추정이 변경되면서 차량 잔존가액이 25%에서 34%로 상승했기 때문이다. 2011년에는 기존에 감가상각이 완료된 차량들이 존재하여 차량의 매매원가가 줄어든 부분이 있었다. 2012년부터 매각되는 차량들은 잔존가액 34%인 차량들이 대부분이기 때문에 차량 원가가 상대적으로 상승한 것처럼 보인다.

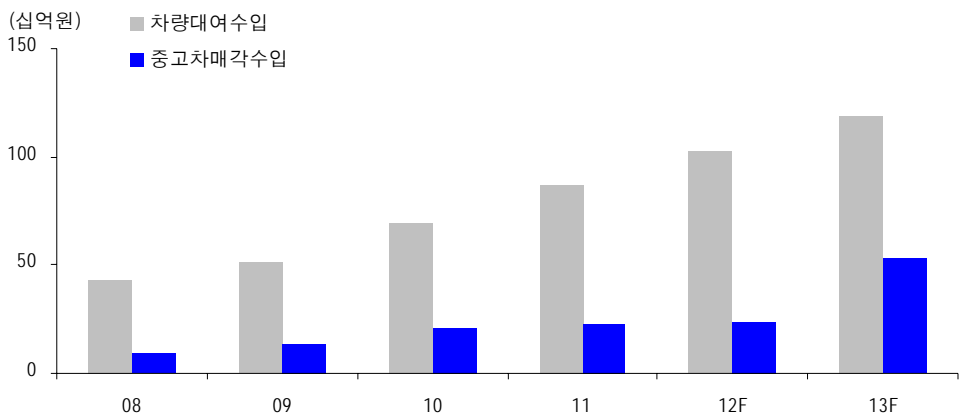
2013년부터는 차량의 교체주기 도래로 인해 중고차 매각대수가 2배 이상 급증하게 된다. 2013년에는 4,575대(+123% YoY)의 중고차 매각을 예상한다. 중고차 매각수입은 532억원(+128% YoY), 매각이익은 127억원(+143% YoY)으로 큰 폭의 실적개선이 이루어질 전망이다.

차량 매입 vs. 매각 수량 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

차량 대여수입 vs. 중고차 매각수입 추이



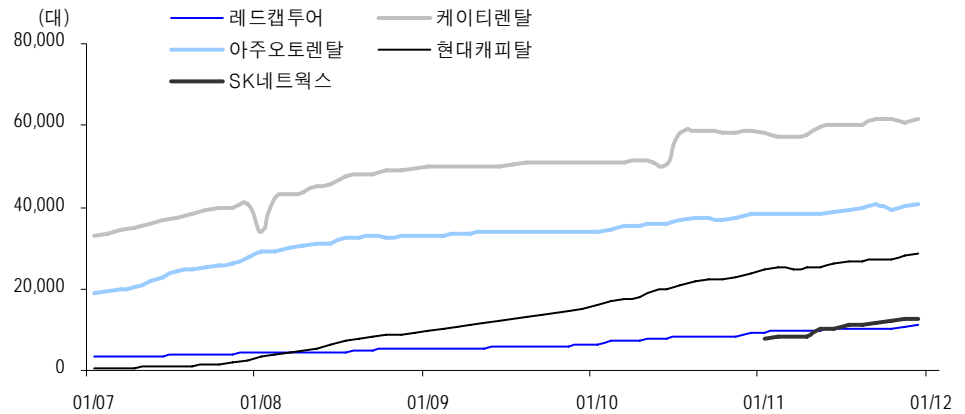
자료: 회사 자료, 신한금융투자

2011년 차량 등록대수 기준
점유율 3.8%, 업계 5위 수준

4) 렌터카시장 상위 5개 업체 위주로 과점화 진행

2011년 레드캡투어의 렌터카시장 점유율은 차량 등록대수 기준 3.8% 수준으로 업계 5위이다. KT렌탈이 21.2%로 1위를 차지하고 있고, AJ렌터카 14.1%, 현대캐피탈 10%, SK네트웍스 4.4% 순으로 시장을 점유하고 있다. 렌터카시장의 성장과 함께 상위 5개 업체 모두 공격적으로 차량 보유를 늘려가고 있는 추세이다. 향후 자본력을 갖춘 상위 5개사 위주로 업계 과점화가 진행될 것으로 전망한다.

상위 5개 업체 월별 차량 등록대수 추이(서울 지역)



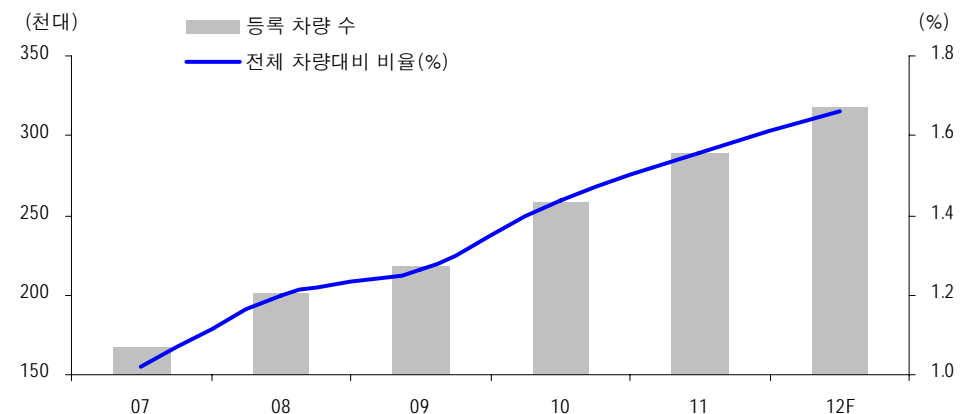
자료: 자동차대여사업조합, 신한금융투자

5) 렌터카 시장 고속 성장 기대

우리나라의 렌터카시장은 빠른 속도로 성장하고 있다. 2008년부터 2011년까지 CAGR 18.1% 수준으로 높은 성장세를 이어오고 있다. 렌터카 사업은 크게 법인과 개인, 단기와 장기로 구분할 수 있다. 한국의 렌터카시장은 절세 효과등의 이점에 힘입어 장기 법인고객 위주로 시장이 성장해왔다.

레드캡투어도 법인고객 중심의 장기계약 위주로 고속 성장을 이루어 왔다. 최근에는 레저문화의 확산에 따라 단기 및 개인고객 대상으로 시장이 확장되고 있다. 향후에는 B2C(Business to Customer)로 사업영역을 다각화해 나갈 계획이다.

렌터카시장 전망



자료: 전국자동차대여조합, 자동차공업협회, 신한금융투자

여행사업은 계열사와 함께 성장

1) 상용여행은 LG/GS/LS 그룹의 성장과 함께 간다

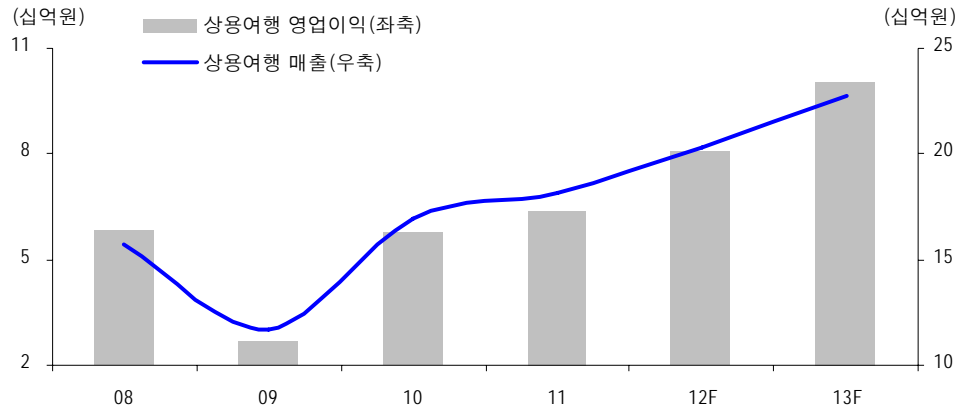
상용여행 매출액
 12년 203억원 (+11.5% YoY),
 13년 227억원 (+12.0% YoY)
전망

상용여행은 법인고객의 해외출장에 필요한 서비스를 제공하는 사업이다. 매출구조는 항공권 발권수수료가 약 80%로 가장 비중이 크고 호텔 알선수수료가 16%, 기타가 4%를 차지하고 있다. 주요 계열사들과 시스템으로 연동되어 있으며 각각의 회사들에게 맞춤형 서비스를 제공한다.

상용여행은 LG/GS/LS 그룹내 계열사들의 매출과 연동되어 움직이는 사업구조를 가지고 있다. 계열사 매출이 성장할 때 상대적으로 더 높은 성장세를 보이는 반면, 계열사 성장세가 둔화될 때는 매출이 감소하는 경향이 있다. 현재는 계열사 고객의 비중이 상용여행의 약 65%를 차지하고 있다. AMEX(American Express)와 제휴를 통해 다국적기업을 대상으로 사업영역을 확대하는 과정에 있다.

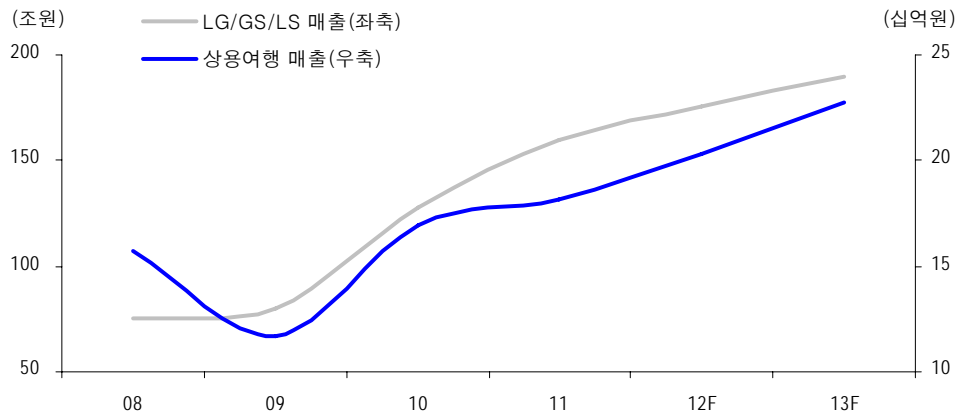
컨센서스에 따르면 LG/GS/LS 그룹의 매출 성장세는 향후 매년 약 10% 씩 증가할 전망이다. 2012년 동사의 상용여행사업은 매출액 203억원(+11.5% YoY), 영업이익 81억원(+26.5% YoY)을 기록할 전망이다. 2013년 매출액은 227억원(+12.0% YoY), 영업이익은 100억원(+23.9% YoY)으로 예상된다.

상용여행 매출 vs. 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG/GS/LS 계열사 매출 vs. 상용여행 매출



자료: Fnguide 컨센서스, 회사 자료, 신한금융투자

패키지여행 매출액
 12년 123억원 (+15% YoY),
 13년 148억원 (+20% YoY)
전망

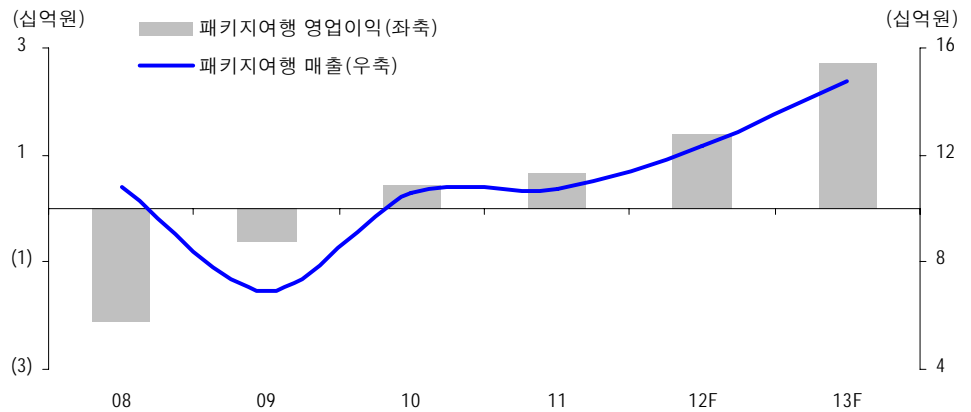
2) 2012년부터 급성장이 기대되는 패키지여행

레드캡투어의 패키지여행 M/S는 전체 8,000여개 여행사 중에 11위 수준이다. 과거에는 출국자 수요 정체 및 경쟁업체 성장으로 상대적으로 저조한 실적을 기록했다. 하지만, 2012년에는 출국자 수요의 회복에 힘입어 실적 턴어라운드 성공할 전망이다. 특히, 계열사 직원들이 레드캡투어의 패키지여행을 이용하는 비율이 상당히 높아 대형 여행사와의 경쟁에 덜 민감한 편은 긍정적이다.

2012년 출국자는 사상 최대인 1,347만명(+6.2% YoY)이 될 전망이다. 향후에도 출국자수는 지속적으로 증가할 것이다. 지리적인 위치 및 GDP 수준이 비슷한 대만은 40%(중국행 제외시 33%)의 인구대비 출국자 비중을 보인다. 우리나라도 최소 33% 수준까지는 올라갈 수 있다는 추정이 가능하다. 참고로, 일본은 14%, 유럽 주요 국가는 90%에 달하는 인구대비 출국자 비중을 기록 중이다.

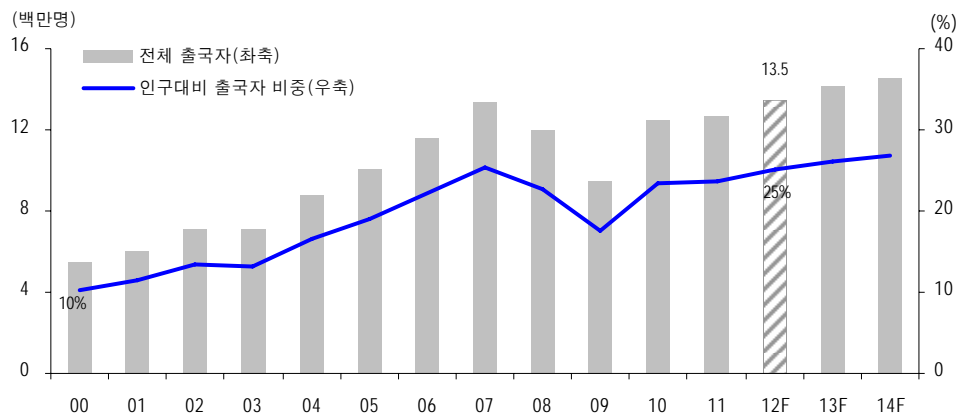
2012년에는 매출액 123억원(+15% YoY), 영업이익 14억원(+118% YoY), 2013년에는 매출액 148억원(+20% YoY), 영업이익 27억원(+93% YoY)으로 예상된다. 2012년부터는 영업 레버리지 효과가 본격적으로 나타나며 수익성 개선이 가능할 전망이다.

패키지 여행 매출 vs.영업이익 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

전체 출국자수(승무원 포함) 및 인구대비 출국자 비중



자료: 통계청, 한국관광공사, 신한금융투자

렌터카와 여행업은 완벽한 비즈니스 조합

부채비율 비교(2011년)

KT렌탈 455%,
AJ렌터카 444%,
레드캡투어 136%

영업현금흐름 비교(2011년)

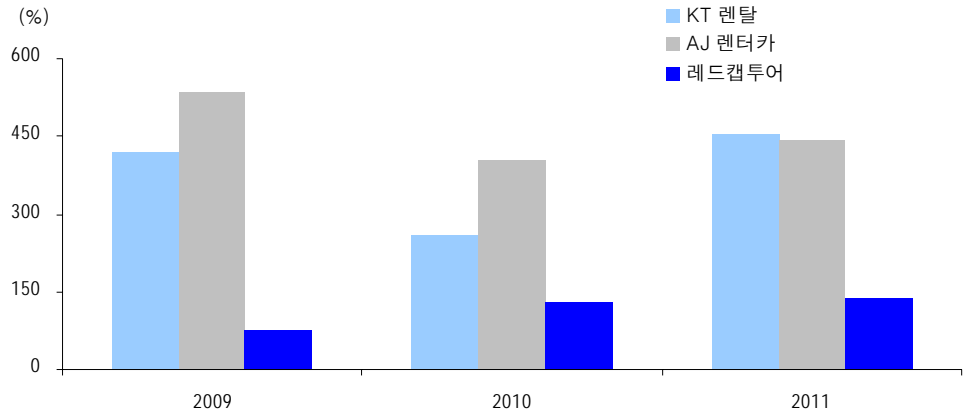
KT렌탈 -1,228억원,
AJ렌터카 -638억원,
레드캡투어 +904억원

렌터카사업은 성장을 위해서 매년 막대한 CAPEX를 필요로 한다. 초기에 대량의 차량 구매비용이 들어가기 때문이다. 초기 투자비용을 3년에 걸쳐서 회수하기 때문에 보통의 렌터카 회사들의 현금흐름은 좋지 않다. 사업을 확장하는 과정에서 CAPEX 조달을 위해 매년 차입금이 늘어나게 되고 부채비율과 이자비용 부담 또한 높아지게 된다.

반면 여행업은 매달 안정적인 현금흐름을 유지하며 CAPEX 부담이 거의 없다. 고정비를 초과하는 이익은 언제든지 가용할 수 있는 현금성 자산으로 쌓이게 된다. 여행사업에서 창출되는 현금을 렌터카사업에 사용할 수 있기 때문에 둘 사이의 시너지 효과는 매우 크다고 볼 수 있다.

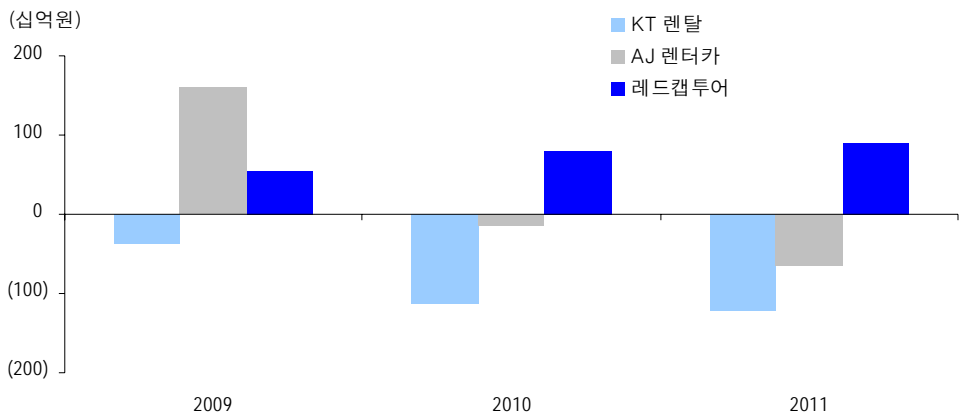
실제로 업계 1, 2위인 KT렌탈과 AJ렌터카의 경우 부채비율은 450% 정도이고, 영업현금흐름은 2011년 기준으로 각각 -1,228억원, -638억원이다. 레드캡투어의 경우 부채비율은 136% 수준으로 경쟁사대비 현저히 낮은 수준이고, 영업현금흐름은 2011년 +904억원으로 경쟁사대비 월등히 좋다.

부채비율 비교 (KT렌탈 vs. AJ렌터카 vs. 레드캡투어)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

영업현금흐름 비교 (KT렌탈 vs. AJ렌터카 vs. 레드캡투어)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

영업이익은 급증(11년), 정체(12년), 급증(13년)

IFRS 적용 효과:
2011년 영업이익 급증,
2012년 영업이익 정체

동사는 2011년부터 K-IFRS를 적용하면서 감가상각비 추정방법이 바뀌게 되었다. 기존에는 내용년수 4년, 25% 정액법을 적용했다. 2011년부터는 25%에서 22%로 상각 비율이 조정되고 잔존가액은 34%로 정하기로 되었다.

2011년부터 감가상각비 인식기준이 바뀜에 따라 K-GAAP 대비 약 104억원 비용 감소 효과가 발생했다. 이로 인해, 영업이익은 293억원(+86.4% YoY)으로 크게 증가했다. 회계추정 변경효과를 제외할 경우, 2011년 영업이익은 189억원으로 전년 대비 21% 상승하는 수준이다.

2012년에는 K-GAAP 대비 약 65억원의 감가상각비 감소효과가 예상된다. 이로 인해, 전체 영업이익은 276억원(-6% YoY)으로 정체된 모습을 보일 것이다. 하지만, 회계적인 감가상각비추정 변경효과를 제외할 경우 영업이익은 전년 대비 11.2% 증가한 211억원으로 추정된다.

2013년부터 고성장 기대:
영업이익 386억원(+39.9%
YoY)

2013년에는 다시 고성장을 이어갈 전망이다. 매출액은 2,095억원(+31.9% YoY), 영업이익은 386억원(+39.9% YoY), 순이익은 239억원(+43.6% YoY)을 예상한다. 중고차 매각 대수가 2배 이상 증가하며 실적 개선을 이끌 전망이다.

레드캡투어 연간 실적 추이					
(십억원)	09	10	11	12F	13F
전체 매출	83.1	118.0	138.9	158.8	209.5
렌터카 매출	64.5	90.5	110.0	126.2	172.0
상용여행 매출	11.7	16.9	18.2	20.3	22.7
패키지여행 매출	6.9	10.6	10.7	12.3	14.8
영업비용	74.2	102.2	109.6	131.3	171.0
차량대여원가	45.2	63.3	66.5	81.8	94.4
차량매매원가	8.6	11.2	14.5	18.2	40.6
판관비	20.4	23.6	28.0	30.8	35.4
(판관비율 %)	24.6	20.0	20.2	19.4	16.9
영업이익	8.9	15.7	29.3	27.6	38.6
순이익	7.0	9.2	19.3	16.7	23.9
(% YoY)					
매출액		41.9	17.8	14.3	31.9
영업이익		77.6	86.4	(6.0)	39.9
순이익		31.8	109.2	(13.6)	43.6
이익률(%)					
영업이익률	10.7	13.3	21.1	17.4	18.4
순이익률	8.4	7.8	13.9	10.5	11.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자, 2010년 이후 K-IFRS 적용

레드캡투어 분기 실적 추이												
(십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12P	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
매출	35.9	35.2	33.9	33.9	39.3	40.5	39.7	39.4	57.5	51.3	50.6	50.1
영업이익	10.8	8.0	6.7	3.9	7.1	7.6	7.5	5.4	14.2	9.2	8.7	6.5
순이익	7.3	5.2	4.2	2.6	4.5	5.0	4.2	2.9	9.7	5.6	5.3	3.3
(% YoY)												
매출	36.8	5.3	18.6	15.6	9.4	15.0	17.0	16.3	46.3	26.8	27.6	27.2
영업이익	178.0	21.8	39.0	5.5	(34.3)	(5.5)	12.6	40.2	100.8	21.1	16.0	19.8
순이익	192.4	297.7	40.7	24.5	(38.2)	(3.3)	1.2	11.0	113.8	12.0	26.2	13.5
이익률(%)												
영업이익률	29.9	22.9	19.6	11.4	18.0	18.8	18.9	13.7	24.7	17.9	17.2	12.9
순이익률	20.4	14.7	12.2	7.8	11.5	12.4	10.6	7.4	16.9	10.9	10.5	6.6

자료: 회사자료, 신한금융투자, K-IFRS 기준

SWOT 분석

레드캡투어 SWOT분석	
<p>Strengths</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 경쟁사대비 우수한 재무구조(부채비율 1/3 수준) ● 경쟁사대비 높은 수익성(ROE 25% 수준) ● 렌터카(CAPEX)와 여행업(현금)의 시너지 효과 ● 경쟁사대비 저평가 상태(Valuation 매력) ● 2013년 중고차 매각대수 증가로 영업이익 급증 전망 	<p>Weaknesses</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 매년 차량구매비용을 위해 상당한 CAPEX 필요 (매년 차입금 증가예상) ● IFRS 감가상각비 회계추정의 변경으로 인해 2011년 이익 급증, 2012년 이익 정체 또는 소폭 감소 효과 ● 낮은 시장 점유율(렌터카 5위, 여행업 11위)
<p>Opportunities</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 렌터카시장 고성장세 지속 전망 ● 2012년 출국자수요 사상 최대 전망 ● 2012년 하반기 KT렌탈과 AJ렌터카의 상장 ● 대주주 리스크 해소 	<p>Threats</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 경기침체, 천재지변으로 인한 여행수요 감소 ● LG,GS,LS 계열사 성장 정체 ● 렌터카 시장 경쟁 과열

자료: 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

연결재무상태보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011	2012F	2013F
자산총계	125.5	182.6	224.9	262.4	320.3
유동자산	21.6	28.3	29.0	36.9	40.1
현금및현금성자산	1.4	2.9	3.6	5.0	7.0
매출채권	6.8	8.4	8.7	9.9	13.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	13.4	17.0	16.7	22.0	20.0
비유동자산	103.9	154.3	195.8	225.4	280.1
유형자산	99.8	150.5	191.4	221.3	277.1
무형자산	0.8	0.5	1.8	1.0	1.0
투자자산	0.8	0.6	1.2	1.1	1.0
기타비유동자산	2.5	2.7	1.4	2.0	1.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	53.8	103.7	129.7	154.7	194.7
유동부채	39.9	68.9	87.3	102.7	112.7
단기차입금	7.0	24.0	34.0	44.0	45.0
매입채무	8.2	8.0	11.2	12.8	16.9
유동성장기부채	9.3	9.3	13.7	15.9	18.8
기타유동부채	15.4	27.6	28.4	30.0	32.0
비유동부채	13.9	34.8	42.4	52.0	82.0
사채	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	13.0	13.7	40.0	50.0	80.0
기타비유동부채	0.9	1.1	2.4	2.0	2.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	71.7	78.9	95.2	107.7	125.7
자본금	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
자본잉여금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
기타자본	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	7.8	15.2	31.3	43.8	61.7
지배주주지분	71.7	78.9	95.2	107.6	125.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	29.3	67.0	87.7	107.7	142.7
*순차입금(순현금)	24.4	58.2	77.1	102.7	135.7

연결현금흐름보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011	2012F	2013F
영업활동으로인한현금흐름	54.3	79.4	90.4	101.0	120.0
당기순이익	7.0	8.9	19.3	16.7	23.9
유형자산상각비	36.1	49.7	50.1	61.3	70.8
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.7)	0.2	0.4	0.3	0.4
운전자본변동	1.7	3.9	3.4	7.9	3.2
(법인세납부)	0.0	0.0	(3.9)	(4.2)	(6.0)
기타	10.8	16.3	20.7	18.9	27.6
투자활동으로인한현금흐름	(52.0)	(114.5)	(107.9)	(98.6)	(165.8)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	(0.0)
투자자산의감소(증가)	5.9	(2.5)	(2.4)	(2.2)	2.0
단기금융자산의감소(증가)	(0.2)	0.0	0.6	0.5	0.3
기타	(57.8)	(111.9)	(105.8)	(96.1)	(168.0)
FCF	(10.9)	(38.3)	(26.5)	(28.5)	(74.2)
재무활동으로인한현금흐름	(13.2)	36.6	18.1	99.0	131.0
차입금의 증가(감소)	(13.5)	37.7	20.7	20.0	35.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(1.5)	(2.6)	(2.3)	(3.6)
기타	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(10.8)	1.5	0.7	1.4	2.0
기초현금	12.2	1.4	2.9	3.6	5.0
기말현금	1.4	2.9	3.6	5.0	7.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자, 2010년부터 K-IFRS 기준

연결손익보고서

12월 결산 (십억원)	2009	2010	2011	2012F	2013F
매출액	83.1	117.6	138.9	158.8	209.5
증가율 (%)	6.1	41.4	18.2	14.3	31.9
매출원가	53.8	74.5	81.1	100.0	135.0
매출총이익	29.3	43.0	57.8	58.9	74.5
매출총이익률 (%)	35.3	36.6	41.6	37.1	35.6
판매관리비	20.4	24.1	28.1	30.8	35.4
조정영업이익(GAAP)	8.9	15.7	18.9	21.1	31.1
증가율 (%)	14.9	75.9	21.0	11.2	47.5
조정영업이익률 (%)	10.7	13.3	13.6	13.3	14.8
기타영업손익	0.0	0.0	(0.4)	0.5	0.5
자본법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	8.9	15.7	29.3	27.6	38.6
증가율 (%)	14.9	75.9	87.4	(6.0)	39.9
영업이익률 (%)	10.7	13.3	21.1	17.4	18.4
영업외손익	(0.1)	(7.1)	(5.2)	(6.7)	(8.7)
금융손익	(2.2)	(3.4)	(4.8)	7.2	9.3
기타영업외손익	0.4	(3.6)	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	1.7	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
세전계속사업이익	8.8	11.8	24.1	20.8	29.9
법인세비용	1.8	2.9	4.8	4.2	6.0
계속사업이익	7.0	8.9	19.3	16.7	23.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.0	8.9	19.3	16.7	23.9
증가율 (%)	33.9	26.8	117.5	(13.6)	43.6
순이익률 (%)	8.4	7.5	13.9	10.5	11.4
(지배주주)당기순이익	7.0	8.9	19.3	16.7	23.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	0.0	0.0	18.9	16.7	23.9
(지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	18.9	16.7	23.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	45.4	69.0	79.7	88.9	109.4
증가율 (%)	17.7	52.0	15.5	11.5	23.1
EBITDA 이익률 (%)	54.6	58.7	57.4	56.0	52.2

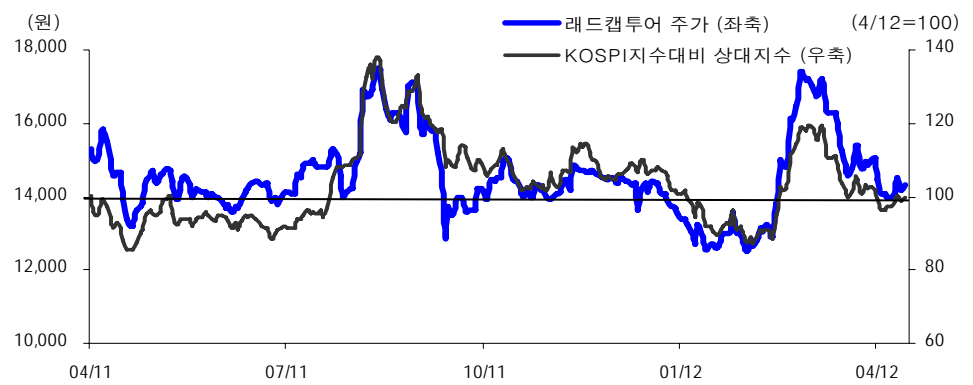
연결주요투자지표

12월 결산	2009	2010	2011	2012F	2013F
EPS(당기순이익, 원)	613	1,055	2,246	1,956	2,809
EPS(지배순이익, 원)	613	1,055	2,246	1,956	2,809
BPS(자본총계, 원)	8,347	9,188	11,084	12,644	14,751
BPS(지배지분, 원)	8,347	9,188	11,084	12,644	14,751
DPS(원)	180	300	500	450	700
PER(당기순이익, 원)	12.8	10.4	6.3	7.2	5.0
PER(지배순이익, 원)	12.8	10.4	6.3	7.2	5.0
PBR(자본총계, 원)	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0
PBR(지배지분, 원)	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	2.0	2.2	2.5	2.5	2.3
EV/EBIT (배)	10.3	8.1	6.7	8.1	6.6
배당수익률 (%)	2.3	2.7	3.6	3.2	5.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	54.6	58.7	57.4	56.0	52.2
영업이익률 (%)	10.7	16.1	21.1	17.4	18.4
순이익률 (%)	8.4	7.5	13.9	10.5	11.4
ROA (%)	5.5	5.8	9.5	6.4	8.2
ROE (지배순이익, %)	10.3	11.8	22.2	24.6	30.8
ROIC (%)	7.8	12.4	16.1	14.0	15.0
안정성					
부채비율 (%)	75.1	131.4	136.2	143.6	154.9
순차입금비율 (%)	34.1	73.7	81.0	95.3	108.0
현금비율 (%)	3.5	4.2	4.1	4.6	5.6
이자보상배율 (배)	2.8	4.9	5.7	4.0	4.4
활동성 (%)					
순운전자본회전을 (회)	(15.6)	(10.3)	(7.5)	(2.4)	(2.9)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	25.4	23.6	22.5	22.9	22.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정, 2010년부터 K-IFRS 기준

레드캡투어 (038390)

주가 추이



고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워

www.shinhaninvest.com

신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	논현	02) 518-2222	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	영업부	02) 3772-1200
강남구청역	02) 547-0202	답십리	02) 2217-2114	목동중앙	02) 2649-0101	신논현역	02) 875-1851	서여의도영업소	02) 784-0977
강남중앙	02) 6354-5300	성수동영업소	02) 466-4228	방배동	02) 533-0202	반포	02) 533-1851	올림픽	02) 448-0707
관악	02) 887-0809	도곡	02) 2057-0707	보라매	02) 820-2000	등대문	02) 2232-7100	잠실롯데캐슬	02) 2143-0800
광고	02) 739-7155	양재동영업소	02) 3463-1842	삼성역	02) 563-3770	압구정	02) 511-0005	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	대치센트레빌	02) 554-2878	삼풍	02) 3477-4567	압구정FC	02) 541-5566	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4650	도곡중앙	02) 554-6556	남부터미널영업소	02) 522-7861	여의도	02) 3775-4270	창동	02) 995-0123
구로	02) 857-8600	마포	02) 718-0900	삼암동	02) 6393-5090	동부이촌동영업소	02) 798-4805	강북영업소	02) 906-0192
중앙유흥단지영업소	02) 2101-3620	명동	02) 752-6655	서교동	02) 335-6600	연희동	02) 3142-6363	남대문	02) 757-0707
노원역	02) 937-0707	명품PB센터강남	02) 559-3399	송파	02) 449-0808	영등포	02) 2677-7711		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	부천상동영업소	032) 323-9380	아담역	031) 622-1400	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010
구월동	032) 464-0707	분당	031) 712-0109	연수	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600		
동두천	031) 862-1851	신분	031) 392-1141	안산	031) 485-4481	죽전	031) 898-0011		
부천	032) 327-1012	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	부산	051) 243-0707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777	해운대	051) 701-2200
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구서	053) 642-0606	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370		
대구동	053) 944-0707	대구	053) 423-7700	안동	054) 855-0606				
대전·충북지역									
대전둔산	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600	청주지웰시티	043) 232-1088		
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	동광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911	수완	062) 956-0707		
군산	063) 442-9171	여천	061) 682-5262	정읍	063) 531-0606				
강원지역									
강릉	033) 642-1777			제주지역					
				서귀포	064) 732-3377	제주	064) 743-9011		
PB센터									
강남	02) 3011-5500	여의도	02) 6337-3300	분당	031) 783-1400	스타타워	02) 2112-4500		
서울파이낸스	02) 3783-0700	서초	02) 3482-1221	부산	051) 608-9500				
해외현지법인									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356				

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용) : 매수 ; 15% 이상, Trading BUY ; 0~15%, 중립 ; -15~0%, 축소 ; -15% 이하

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 성준원, 공영규). 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 대표 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료 제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.